

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: 14420051300900

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

整体上市动因理论分析及效应实证研究

Integrated Listing: Theoretical Analysis of the Incentives  
and Empirical Research of the Influences

林 斌

指导教师姓名: 李 子 白 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2 0 0 8 年 3 月

论文答辩日期: 2 0 0 8 年 5 月

学位授予日期: 2 0 0 8 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2008 年 3 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：林斌

2008 年 4 月 6 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（√）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：林斌

日期：2008 年 4 月 6 日

导师签名：李子白

日期：2008 年 4 月 6 日

## 内容摘要

从 TCL 集团换股吸收合并 TCL 通讯同时首次公开公行以来，整体上市便一直受到学术界和实务界的高度关注。对证监会、国资委、地方政府、上市公司管理层等多方利益主体共同推动整体上市的动因进行系统性的理论分析，并对整体上市的效应进行实证研究以检验整体上市是否达到预期效果，是一个十分重要而且必要的课题。鉴于国有控股上市公司占据上市公司主体地位及其公司治理的特殊性，本文将重点从国有控股上市公司治理的视角研究整体上市问题。

首先从整体上市的制度背景——股权分置改革出发，研究其对整体上市的影响；然后阐述整体上市可实现产业纵“整”横“合”、改善公司治理；并据此分析多方利益主体共同推动整体上市的动因。

在理论分析的基础上，采用典型案例研究的方式比较研究整体上市前后关联交易的变化情况，得出法人整体上市比资产整体上市更有利于减少关联交易的结论；然后运用事件研究法对整体上市董事会预案公告日前后的股价反应进行研究，发现正的累计异常收益率在统计结果上是显著的，并研究得出累计异常收益率与业绩增厚效应存在显著正相关关系。

最后探讨整体上市中可能存在的内幕交易问题和注入资产的质量问题，以及整体上市后国有控股上市公司治理中仍亟需解决的国有股“一股独大”问题，提出强化控股股东法律责任及完善股权激励机制设计等政策建议。

**关键词：**整体上市；动因分析；公司治理

## **Abstract**

Since TCL group merged with TCL communications through stock-stock exchange and listed on the Shenzhen Stock Exchange, the issue of integrated listing has attracted great attentions from both the scholars and the market. Therefore, it is vitally important and necessary to theoretically analyze the incentives of integrated listing why State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council, Securities Regulatory Commission, local governments and the Controlling Stockholders all together push forward integrated listing and to do empirical research to check whether the influences that integrated listing is supposed to bring are achieved. Due to the majority status of the State-Owned Controlling listing corporations among all the listing corporations and the distinctions of their corporate governance, the research will be carried out from this very perspective in this thesis.

We start from the impact on integrated listing of the reform of non-tradable stockholder structure, which is the very institutional background. Then we will show that why integrated listing can facilitate industrial integration and improve corporate governance; then the incentives of several participating parties will be analyzed.

On the basis of theoretical analysis, we employ the method of representative case study to compare the difference between the amounts of related-party transactions before and after integrated listing; then we use the method of event study to test the stock price responses to the announcements of the draft schemes of integrated listing in which significantly positive Cumulative Abnormal Return is found; and the relationship between Cumulative Abnormal Return and the change of earnings per share is found to be significantly positive

Finally we discuss the problems probably embedded in the procedure of integrated listing such as tunneling and insiders' transaction and the issues of state-owned share monopoly after integrated listing and make some public policy related suggestions such as intensification of the legal responsibilities of the

controlling shareholders and upswing of the Employee Stock Ownership Plans.

**Key words:** Integrated Listing; Incentive Analysis; Corporate Governance

厦门大学博硕士论文摘要库

## 目 录

<b>导 论</b>	<b>1</b>
一、研究背景	1
二、研究方法	2
三、本文结构安排与主要观点	3
<b>第一章 整体上市及公司治理文献综述</b>	<b>4</b>
<b>第一节 整体上市有关文献综述</b>	<b>4</b>
一、国外相关文献综述	4
二、国内整体上市文献综述	5
<b>第二节 公司治理文献综述</b>	<b>8</b>
一、国内外公司治理文献概述	8
二、国有企业公司治理文献综述	9
<b>第二章 整体上市动因理论分析</b>	<b>12</b>
<b>第一节 股权分置改革与资产资本化</b>	<b>12</b>
一、股权分置改革是推进资本市场改革和发展的重大举措	12
二、股权分置改革为资产资本化铺路	13
<b>第二节 整体上市可实现产业纵“整”横“合”</b>	<b>15</b>
一、整体上市与企业纵向边界	15
二、整体上市与企业横向边界	16
<b>第三节 整体上市有利于关联交易的减少</b>	<b>17</b>
<b>第四节 多方利益主体推动资产资本化进程</b>	<b>19</b>
一、中央政府部门	19
二、地方政府	20
三、上市公司高管层	21
<b>第三章 整体上市效应实证研究</b>	<b>23</b>
<b>第一节 公司治理的改善——关联交易的减少</b>	<b>23</b>

一、研究方法 & 数据说明.....	23
二、案例研究：上港集团 VS 宝钢股份.....	24
<b>第二节 市场综合反应——累计异常收益率的计算 .....</b>	<b>27</b>
一、研究方法 & 数据处理.....	27
二、计算步骤 & 样本处理.....	27
三、累计异常收益率的计算结果 & 分析.....	29
四、累计异常收益率与业绩增厚效应.....	29
<b>第四章 对整体上市过程及其后存在问题的思考 .....</b>	<b>31</b>
<b>第一节 整体上市过程中可能存在的问题及相应政策建议 .....</b>	<b>31</b>
一、鼓励引导法人整体上市与辩证对待资产整体上市.....	31
二、须严防整体上市过程的内幕交易.....	31
三、对注入资产进行甄别 & 审查以防泥沙俱下.....	32
<b>第二节 整体上市后国有控股上市公司治理仍亟需解决的问题.....</b>	<b>32</b>
一、强化关联交易中控股股东的法律责任.....	33
二、高度重视股权激励合规性监管以防止其负面作用.....	34
<b>参考文献 .....</b>	<b>36</b>
<b>附录 .....</b>	<b>40</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>43</b>



# CONTENT

<b>Introduction.....</b>	<b>1</b>
Section 1 Research Background.....	1
Section 2 Research Methods.....	2
Section 3 Structure Arrangement and Main Points.....	3
<b>Chapter 1 Literature Retrospect of Integrated Listing and Corporate Governance.....</b>	<b>4</b>
Section 1 Literature Retrospect of Integrated Listing.....	4
Section 2 Literature Retrospect of Corporate Governance.....	8
<b>Chapter 2 Theoretical Analysis of the Incentives of Integrated Listing.....</b>	<b>12</b>
Section 1 Reform of Non-Tradable Stockholder Structure and Integrated Listing.....	12
Section 2 Integrated Listing can Facilitate Industrial Integration.....	15
Section 3 Integrated Listing can Improve Corporate Governance.....	17
Section 4 Several Participating Parties together Push forward Integrated Listing.....	19
<b>Chapter 3 Empirical Analysis on the Influences of Integrated Listing.....</b>	<b>23</b>
Section 1 Improving of Corporate Governance: Reduction of Related Party Transactions.....	23
Section 2 Stock Price Response: Cumulative Average Abnormal Return.....	27
<b>Chapter 4 Problems during and after the Procedure of Integrated Listing.....</b>	<b>31</b>
Section 1 Problems during the Procedure of Integrated Listing and	

corresponding policy suggestion.....	31
Section 2 Problems after Integrated Listing: State-Owned Shares Monopoly and Corresponding Policy Suggestion.....	32
Reference.....	36
Appendix.....	40
Postscript.....	43

## 导 论

### 一、研究背景

自从 TCL 集团换股吸收合并 TCL 通讯同时首次公开公行以来，整体上市便一直受到实务界和学术界的高度关注。上市公司一般公告整体上市预案甚至仅仅只有整体上市的市场传言，其股票就会受到市场追捧；整体上市概念被很多证券公司的研究报告列为季度甚至年度的最重要的投资主题之一。非整体上市被以华生为代表的学者认为是中国股票市场除股权分置以外长期存在的另一个主要制度漏洞，修补这一漏洞已成为当务之急。国资委、证监会、地方政府、上市公司管理层等纷纷表态鼓励支持或将力推整体上市。

整体上市的内涵是什么？为什么在西方成熟市场整体上市是常态行为，而在我国则不是？为什么整体上市会受到如此高度的关注？为什么多方利益主体会共同推动整体上市？整体上市是否达到了预期的效果？整体上市的过程中还存在什么问题？以及整体上市之后中国股票市场是否依然存在其他的制度性缺陷？本文将通过理论分析和实证研究尝试回答上述几个问题。

整体上市，与分拆上市相对应，是指一家公司将其主要资产和业务整体改制为股份公司进行上市的做法。分拆上市，是指一家公司将其部分资产、业务或某个子公司改制为股份公司进行上市的做法。

整体上市与分拆上市的历史沿革，是与发行制度从“政府主导型”向“市场主导型”方向的转变密切相关的。1993 年之前，我国大部分上市公司都是通过整体改制上市。这种上市未经任何资产剥离，所有资产包括大量的非经营性资产均整体进入上市公司。至 1996 年底，证券发行采用的是审批制下的“总量控制、划分额度”的办法，在额度制下，企业的流通股规模受额度的限制。分拆上市成为改制上市的主要形式，公司上市时往往只能将一部分资产，如子公司、分公司，纳入上市公司。1996 年 12 月，证监会要求新股发行采用“总量控制、限报家数”的办法。管辖范围内的大型企业整体上市，成了地方政府和部委追逐的重要目标。与 1993 年以前的整体上市不同之处在于这阶段的整体上市表现为以经营性资产的整体上市<sup>[1]</sup>。1998 年以后，证监会引入发审委制度，审批制开始向核准制过渡。但在“供需瓶颈”非常突出的情况下，即使没有下达额度指标，仍然存在如何在

各部门、各地方进行平衡的问题，存在发行上市的排序问题<sup>[2]</sup>。集团控股剥离上市仍是这一阶段的主流。2001年3月，证券发行的主承销商推荐及核准制开始全面实施。2004年2月，发行上市主承销商推荐制（实行通道限制）过渡到保荐制度，建立了保荐机构和保荐代表人问责机制。以相关上市公司的重组改制为基础，并伴随着上市方式的金融创新的整体上市开始出现。2006年，《上市公司证券发行管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》、《证券发行与承销管理办法》及相应配套规则体系先后推出，形成了全流通模式下的新股发行体制<sup>[3]</sup>。已分拆上市的注入资产、整体上市或者尚未上市直接整体改制上市<sup>①</sup>的案例开始大量涌现。

客观地说，在国企资产良莠不齐和市场容量有限的历史条件下，分拆上市对我国企业和证券市场的发展起到了积极作用，吸引了一大批优质资产进入证券市场，促进了证券市场初期的发展。但是，随着股改的基本完成和证券市场的进一步发展，分拆上市日益暴露出自身的先天不足，推动整体上市已成为当务之急。因此，对证监会、国资委、地方政府、上市公司管理层等多方利益主体的动因进行系统性的理论分析，并对整体上市的效应进行实证研究以检验整体上市是否达到预期效果，是一个十分重要而且必要的课题。

刘芍佳等（2003）发现，中国84%的上市公司最终仍由政府控制，而非政府控制的比例仅为16%，因此上市公司的股本结构仍然是国家主导型的<sup>[4]</sup>。近年来，随着像中国银行等大型国有控股商业银行以及中国石油等中央企业的首次公开发行或从H股回归，国有控股公司在所有A股上市公司总市值或流通市值中所占比重呈现上升趋势。鉴于国有控股上市公司治理的特殊性，本文对整体上市的动因分析及实证研究是从国有控股上市公司的公司治理角度进行的。

## 二、研究方法

本文主要采用规范研究和实证研究相结合的方法，着重从国有控股上市公司治理的角度研究整体上市的动因与效应。

规范研究。研究整体上市的制度背景出发研究其对整体上市的影响，理论分析整体上市为何可促进产业整合、改善公司治理，据此分析多方利益主体共同推动整体上市的动因。

①本文重点研究已分拆上市的注入资产、整体上市，尚未上市而直接整体改制上市不在本文讨论范围内。

实证研究。运用典型案例比较研究整体上市前后关联交易的变化情况；然后运用事件研究法对整体上市董事会预案公告日前后的股价反应进行研究，探讨业绩增厚效应与累计异常收益率之间的相关关系。

### 三、本文结构安排与主要观点

本文分为四章对整体上市问题进行研究。

第一章 对国内有关整体上市及国有控股上市公司治理的文献进行简单回顾。

第二章 整体上市动因的理论分析：从整体上市的制度背景——股权分置改革出发，研究其对整体上市的影响；然后阐述整体上市可实现产业纵“整”横“合”、改善公司治理；并据此分析多方利益主体共同推动整体上市的动因。

第三章 整体上市效应的实证分析：采用典型案例研究的方式比较研究整体上市前后关联交易的变化情况，得出法人整体上市比资产整体上市更有利于减少关联交易的结论；然后运用事件研究法对整体上市董事会预案公告日前后的股价反应进行研究，发现正的累计异常收益率在统计结果是显著的，并研究了累计异常收益率与业绩增厚效应的相关关系。

第四章 在理论分析和实证研究的基础上，探讨整体上市中可能存在的内幕交易问题和注入资产的质量问题，以及整体上市后国有控股上市公司治理中仍亟需解决的国有股“一股独大”问题，提出强化控股股东法律责任及完善股权激励机制设计等政策建议。

## 第一章 整体上市及公司治理文献综述

### 第一节 整体上市有关文献综述

#### 一、国外相关文献综述

在国外证券市场，整体上市是一种常态行为，受海外交易所禁止同业竞争条款的制约，海外上市的企业大多是企业集团作为整体在交易所上市。股权剥离（Equity carve-out，国内也有学者翻译成分拆上市）与国内的分拆上市形式上有类似之处。解释这一现象的文献，归纳起来主要有八种观点：紧缩式重组说、管理层效率或战略聚焦说、管理层激励说、产业发展阶段说、母公司融资能力限制说、独立融资说、强化控制或掠夺说和反并购说<sup>[5]</sup>。

与我国情况有一定类似之处的学说为母公司融资能力受限说：子公司上市可看成是母公司的一种再融资行为，该假说以管理主义假说为前提，认为母公司管理者从自身利益出发，不愿意选择能减少控制规模的决策，因此当其具有其他融资渠道时，将不会选择分拆上市的方式，只有融资能力受限，才会采取该策略。Allen 和 McConnell（1998）对 188 起实行分拆上市的母公司财务经营绩效与同行业企业相比，发现其通常业绩较差而财务杠杆较高<sup>[6]</sup>。

与之相对应的是强化控制或掠夺说。该学说认为，尽管法律规定母公司作为控股股东对子公司负有诚信义务，但这些规定往往过于宽泛、不确定和难以实施，使得母公司在处理与子公司的交易时仍有相当大的自由度，因此母公司与子公司小股东的内在利益冲突是很难用法律或市场力量进行有效控制，子公司上市是一种以损害子公司小股东利益为代价、增加母公司财富的手段。对金字塔结构产生原因的最传统解释正是从其能强化股东控制权这个角度来讲的，即股东通过金字塔组织结构的杠杆效应，用少部分资本投入获得更大的控制权，背离了公司价值最大化应满足的控制权与最终索取权匹配原则，因此会强化对子公司小股东的掠夺<sup>[7]</sup>。Bebchuk（2000）认为，金字塔结构产生的代理问题（主要指控股股东对小股东利益侵害的代理问题）比股权分散和一股独大结构下都要严重，因为其既不能像分散结构下，通过控制权的争夺降低股东与管理层的代理成本；也不能像一股独大结构下，大股东的侵害效应在一定程度上会为其激励效应所内部化；金

字塔结构兼具两种股权结构下的代理问题特点，由此使得代理成本更为突出<sup>[8]</sup>。

需要注意的是强化控制或掠夺说与母公司融资限制说建立在不同的假设基础之上，后者建立在对小股东利益保护较好的国家，而前者则适用于投资者保护比较弱的国家，虽然子公司上市，但控股股东仍可以利用资本多数决定制的原则，实现完全控制，忽视上市公司的独立性，因此母公司股东更有利用金字塔结构的杠杆效应强化控制权的机会。此外，也有学者认为，金字塔结构存在的另一个原因是其能隐藏最终股东的真实身份，体现出了终极股东的对外部投资者的一种掠夺意图，因此可归结为掠夺说。

## 二、国内整体上市文献综述

黄湘源（2004）将我国企业的整体上市历程分为三个阶段：整体上市的早期躁动、冰层下的汹涌激流以及大梦之先觉的创新实践，并通过实例分析，说明了各个阶段我国企业整体上市的特点和优缺点。他认为现阶段的整体上市不仅是一种局部性的气候，同时也将成为一种趋势，其具有三方面的意义：（1）整体上市对于我国证券市场上大量存在母子控股型上市公司而言，能帮助消除关联交易的负面影响；（2）整体上市本质上是一种旨在改造上市公司质量的并购重组，它对于上市公司做大做强的促进作用是十分明显的；（3）整体上市为国有股减持和流通提供了“曲线救国”的新思路<sup>[9]</sup>。

黄清（2004）从分拆上市和整体上市模式的案例分析入手研究了我国国有企业的整体上市。她认为分拆上市模式起到了历史发展的作用，但是也存在一些严重的弊端。而整体上市模式有助于解决分拆上市的缺陷。她指出国企整体上市后，上市公司与存续企业的矛盾天然不存在，控股股东与中小股东的利益趋于一致。并且，国企整体上市后，股权结构也很清晰，由各级国资部门和流通股股东共同持股上市公司。国资部门作为股东，享受股东权利，承担股东义务。此外，企业整体上市后，还可以利用资本市场这个平台，不间断的进行内部重组与优化，进而提高核心竞争力，做大做强<sup>[10]</sup>。

韩志国（2004）认为整体上市有利有弊，一方面整体上市具有三方面的积极意义：（1）有利于优质企业做大做强做好，以进一步发挥企业集团的产业优势、产品优势与管理优势，降低企业与市场交易费用与交易成本，进而有利于提升市场的资源配置功能与产业整合功能，提高市场的运行效率与运行质量；（2）有利

于消除关联交易的历史痛疾,从而更有利于上市公司与股票市场的规范运行与有序运行;(3)有利于为市场的金融创新拓展空间。另一方面,从分拆上市到整体上市的转换还需谨慎,整体上市具有积极意义的同时还具有三方面的弊端:(1)整体上市不利于化解我国证券市场股权分裂与股本泡沫的既有矛盾,反而呈非流通股数量的大幅增加的 trend;(2)在我国证券市场的问责机制还没有有效建立的情况下,整体上市的资产质量缺乏制度保障;(3)在股权分裂状态下,整体上市无法解决上市公司“一股独大”的现象,控股股东与流通股股东之间也未能建立起共同的利益指向,反而整体上市会为大股东的恶性“圈钱”打开空间<sup>[11]</sup>。

乐嘉春和吴培新(2004)在剖析 TCL 集团整体上市案例的基础上,认为整体上市是我国国资改革的新思路,它不仅有利于解决我国上市公司历史遗留下来的母子公司间复杂多样的关联交易的问题,同时能形成股权结构多元化,以相对较低的成本和代价,提高上市公司的质量、独立性和透明度。另外,整体上市后的国有企业集团能够募集到企业发展所需的扩张资金,做大做强。再次,整体上市能塑造出一大批绩优蓝筹和具有较好成长性的上市公司,吸引社保基金、QFII 和保险资金等大机构和大资金不断进入证券市场<sup>[12]</sup>。

钱启东和伍青生等(2004)认为整体上市的出现有其必要性和必然性,它符合企业边界理论,是企业对其边界进行调整,以降低交易费用和实现资产配置效率的最优化。它还有利于企业加快做强做大和提高国内外市场竞争力。同时,整体上市能解决或缓解上市公司与其大股东之间一系列积弊问题,如有助于大量减少关联交易,有助于避免上市公司因恶意担保而带来的连带责任,有助于上市公司开展大刀阔斧的集团内部产业结构调整以规避和化解经营风险<sup>[13]</sup>。

黄国富(2004)指出实现整体上市对改善中国国有企业的公司治理有积极意义,能够消除大量的投资者难以监控和理解的关联交易,但即便实现了整体上市,政府的影响力和控制力可能继续阻碍公司治理状况的改善<sup>[14]</sup>。

邓晓卓(2004)认为整体上市之所以受到市场的追捧,原因在于它符合股票市场所具有的产业整合功能,并有利于消除关联交易、控股股东挪用上市公司资金等市场痛疾;针对分拆上市造成国内上市公司小型化,大型优质公司所占比例相当小,从而使得国内大量大型公司奔赴海外各地上市,国内证券市场正出现被世界市场边缘化的问题,整体上市不仅有利于上市公司的质量迅速提高,也可以



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库